



Altruist Financial Group Limited
進邦滙理有限公司
CIB 香港保險顧問聯合會員
Member of the Hong Kong Confederation of Insurance Brokers



市場波幅重臨，2019年投資以穩健為上策

對投資者來說，2017年是精彩的一年，相反，2018年則是令人難過、也是自2008年金融危機以來最糟糕的一年。在2018年1月，投資者彷彿在慶祝著環球經濟同步增長，全球多個主要股票市場指數均創下歷史新高。然而踏入2月份，風向迅速轉變，市場對美國通脹預期升溫以及擔憂加息步伐會增快，股市波幅也從近幾年的低位重臨。

圖1：在2018年股市波幅重臨



資料來源：彭博 (至 2018年12月31日)

美國的加息週期和相對強勁的經濟，導致美元成為2018年最強的主要貨幣之一。強勢美元是新興市場的噩夢，尤其是那些持有以美元計價債務較多的國家。在2018年夏季，阿根廷和土耳其貨幣均出現大幅貶值（阿根廷比索和土耳其里拉在2018年第2和第3季度共分別下跌51.24%及34.69%）。投資者擔心「危機」會蔓延到其他新興市場國家，幸好該情況未有在第四季進一步惡化。

中、美之間不斷升級的貿易衝突，也是2018年主要的投資焦點之一。儘管在12月初G20峰會期間，中、美達成90天臨時貿易關稅停火協議，市場氣氛略有改善。然而華為副董事長兼首席財務官孟買舟在加拿大被拘捕，或為兩國關係倍添變數。

中、美之間的貿易戰正威脅中國製造業的增長，12月份官方和財新製造業採購經理人指數均下跌至收縮區域。此外，不少國家也陸續出現經濟放緩現象，其中日本、瑞典、瑞士、意大利和德國在第三季度更出現經濟收縮。踏入第四季，屢創紀錄的美國股市也出現急劇下滑。道瓊斯和標準普爾500指數在12月下跌近10%，這不但是自1931年經濟大衰退以來最差的12月份表現，也是自2009年2月以來最大的單月跌幅。

投資者在2018年初正為全球經濟同步增長而熱烈沸騰，諷刺地他們卻在年底對環球經濟放緩憂心如焚，而近期投資市場表現正好反映該悲觀情緒。過去，即使在金融市場最困難的時候，總有一些主要資產類別能為投資者帶來盈利，例如在2008年金融危機期間，美國政府債券和黃金均可帶來正回報。然而在2018年，似乎出現「現金為王」現象，無論投資於全球股票、政府債務還是商品，最終也蒙受損失，無一幸免。

圖2: 差不多所有主要資產類別在2018年均下跌



資料來源：彭博(至2018年12月31日)

展望2019年，我們認為以下有幾個重要因素，投資者或許該倍加關注：

中、美貿易戰的發展

根據特朗普總統和習近平主席在20國集團峰會期間的會晤，中、美雙方的貿易談判的截止日將會是在2019年3月1日。我們傾向認為中、美最終能達成某程度上的協議，兩國之間的緊張關係在短期內或會有所舒緩。但可以相信中、美貿易衝突，並不是純粹的貿易或經濟問題，這也是一場政治角力，從長遠來看，中、美關係仍充滿著新挑戰及變數。

全球經濟增長

全球經濟放緩似乎已是普遍的共識。在美國，特朗普總統減稅政策的影響力或許將逐漸減退，但蓬勃的就業市場和強勁的民間消費將仍可支持2019年美國的經濟。無可否認，近期中國公佈的經濟數據見疲弱；然而由於政府承諾會提供更多刺激方案，相信中國經濟在短期內可維持約6%的年增長率，而這仍然是一個相當不錯的數字。另一方面，歐洲所面臨的風險似乎會較高。德國和意大利的經濟在第三季度已經出現收縮，英國脫歐的不確定性和不斷上升的社會問題可能進一步拖垮歐洲的經濟。

美國利率

自2015年底開始、合共加息9次後，美國的貨幣政策似乎將進入一個新的階段。根據美聯儲局12月的會議記錄，美聯儲局未來加息的態度可能會變得較為有「耐性」。結束或將近結束的加息週期，或許會終結甚至逆轉自去年春天開始的強美元走勢，相信這將有利於新興市場。

市場估值

在2018年投資市場充斥著壞消息，但是在經歷了市況調整後，多個主要股票市場的估值已經下跌到近幾年的低位，現在它們或已具有較為吸引的風險回報比率。

表1：環球主要股票指數的市盈率

	現時	5年平均	5年高位	5年低位
恒生指數	9.82	11.48	14.18 (8-6-2017)	8.94 (2-12-2016)
MSCI世界指數	15.56	19.45	22.65 (7-9-2016)	14.85 (25-12-2018)
MSCI 新興市場指數	11.58	13.98	17.11 (8-6-2016)	9.84 (4-2-2014)

資料來源：彭博（至2018年12月31日）

我們既看到投資市場的潛在風險，但同時也看到一些機會。可以預期2019年市況波動現象將會持續，採取穩健及具防禦性的投資策略相信會是較為謹慎及明智的做法。

表2：環球股市表現

	2018年第4季回報		2018年全年回報	
	當地貨幣	以美元計算	當地貨幣	以美元計算
美國道瓊斯工業平均指數	-11.31%	-11.31%	-3.48%	-3.48%
歐洲STOXX 50指數	-11.82%	-13.13%	-11.78%	-16.05%
歐洲STOXX 600指數	-11.89%	-13.20%	-10.65%	-14.96%
德國DAX指數	-13.78%	-15.07%	-18.26%	-22.21%
巴黎CAC指數	-14.51%	-15.78%	-9.15%	-13.54%
日本日經225指數	-16.91%	-14.58%	-10.39%	-8.63%
香港恒生指數	-10.55%	-10.78%	-6.73%	-6.81%
香港國企指數	-10.00%	-10.22%	-8.09%	-8.17%
上證指數	-11.57%	-11.69%	-22.74%	-26.91%
中國滬深300指數	-12.41%	-12.52%	-23.64%	-27.76%
新加坡海峽時報指數	-5.50%	-5.24%	-6.47%	-8.28%
南韓KOSPI指數	-12.87%	-13.29%	-16.78%	-20.07%
台灣加權指數	-11.61%	-11.78%	-4.95%	-7.66%
印度SENSEX指數	-0.20%	3.90%	7.23%	-1.76%
印尼雅加達指數	3.94%	6.72%	-0.28%	-6.69%
曼谷SET指數	-10.63%	-11.28%	-8.09%	-8.01%
俄羅斯RTS指數	-9.44%	-9.44%	-2.11%	-2.11%
巴西IBOVESPA指數	10.77%	15.03%	15.03%	-1.79%
S&P泛阿拉伯指數	-1.46%	-1.46%	10.41%	10.41%
MSCI環球指數	-13.31%	-13.31%	-8.19%	-8.19%

資料來源：彭博(至2018年12月31日)

表3：主要貨幣表現(以美元計算)

	2018年第4季變幅	2018年全年變幅
	以美元計算	
歐元	-1.18%	-4.48%
英鎊	-2.13%	-5.62%
日圓	3.66%	2.73%
港元	-0.05%	-0.23%
人民幣	-0.14%	-5.41%
澳元	-2.42%	-9.73%
紐西蘭元	1.51%	-5.34%
新加坡元	0.30%	-1.97%
韓圓	-0.59%	-4.05%
新台幣	-0.55%	-2.97%
印度盧比	3.90%	-8.46%
印尼盾	3.56%	-5.71%
泰銖	-0.63%	0.10%
俄羅斯盧布	-5.97%	-17.34%
巴西雷亞爾	4.51%	-14.61%

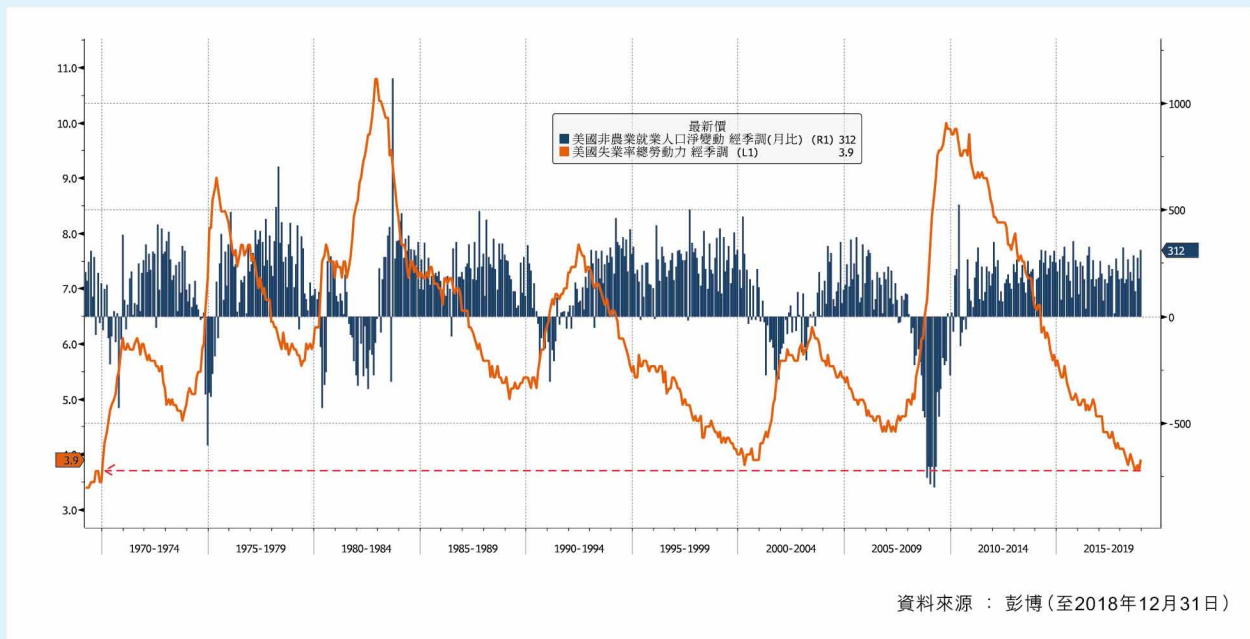
資料來源：彭博(至2018年12月31日)

環球回顧及展望

美國

- 美國經濟在第3季度略為降溫，增長率由第2季度的4.2%降至3.4%，但仍與特朗普政府每季度實現3%年增長率的目標保持一致。經濟增長減速主要是由於出口和非住宅固定投資的下滑；特朗普總統1.5萬億美元的稅務改革，很大程度仍然是經濟上升動力。該稅收改革於去年12月簽署成為法律，在大幅削減公司稅率下，商業投資得以支持，同時也加強了消費者信心。
- 貿易戰也影響了美國的工廠活動。由於新訂單、生產和就業增長大幅放緩，美國12月ISM製造業採購經理人指數從11月份的59.3降至54.1，這是自2016年11月以來的最低水平，並且未能達到市場預期的57.9。同時，這也是自2008年10月以來的最大的單月跌幅。
- 另一方面，美國就業市場在2018年仍然蓬勃。12月非農業就業人數增加了312,000，這比上個月和預期的數字都要好得多，這更推動美國就業人口首次突破1.5億。此外，平均時薪較去年同期增長3.2%，超出預測並以2009年以來的最快速度增長。至於失業率則從近50年的低點略為上升至3.9%，而勞動力參與率卻上升至63.1%，反映市場上有多人積極尋找工作。

圖3: 美國失業率接近50年低位



- 儘管受到特朗普總統的嚴厲批評，但美聯儲局在12月會議期間將聯邦基金利率的目標範圍提高了25個基點至2.25-2.5%水平。與此同時，由於近期金融市場波動及環球經濟增長放緩，聯儲局也降低了對2019年加息的預測。
- 美國股市在2018年的最後3個月經歷了大幅調整。截至2018年底，標準普爾500指數距離最高位相差約14%，除醫療保健和公用事業行業，全年仍分別錄得4.7%和0.5%進賬外，其他行業指數在2018年均見下跌。投資者除了擔心全球經濟放緩和中美貿易關係緊張外，同時也憂慮美國企業盈利增長可能已見頂，並會在2019年出現下滑。經歷了最近的資產價格調整後，美國股市估值漸漸變得較為合理，標準普爾500指數目前和預期市盈率分別約為17倍及15倍，低於之前的數字。或許近日的市場拋售，已充分反映投資者對未來悲觀的預期。

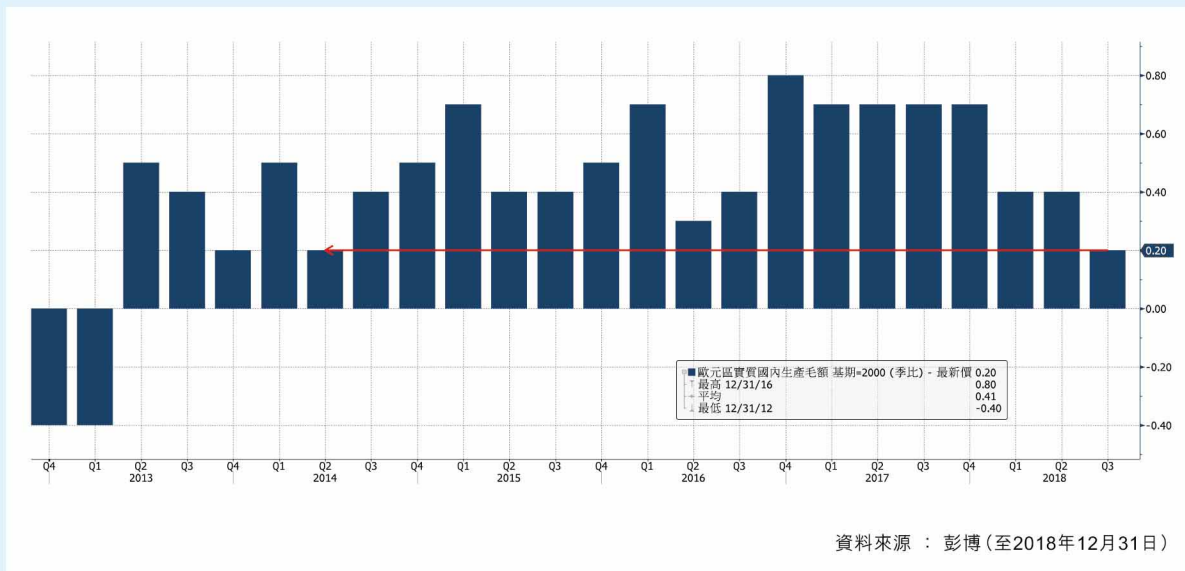
圖4：標普500指數市盈率跌至5年低位



歐洲

- 歐元區第3季經濟按季增長0.2%。這是自2014年第2季度以來最弱的增長率，主要是由於外部需求下滑所致。在歐元區國家中，德國和意大利經濟在第3季度更意外地出現收縮狀況。受到汽車業減產所拖累，德國經濟增長按季下滑0.2%，這是自2015年以來，德國首次出現經濟收縮。意大利方面，由於政治不穩定和國內需求疲軟，經濟也出現按季0.1%的萎縮。

圖5：歐元區第3季經濟增長是2014年第2季以來最弱



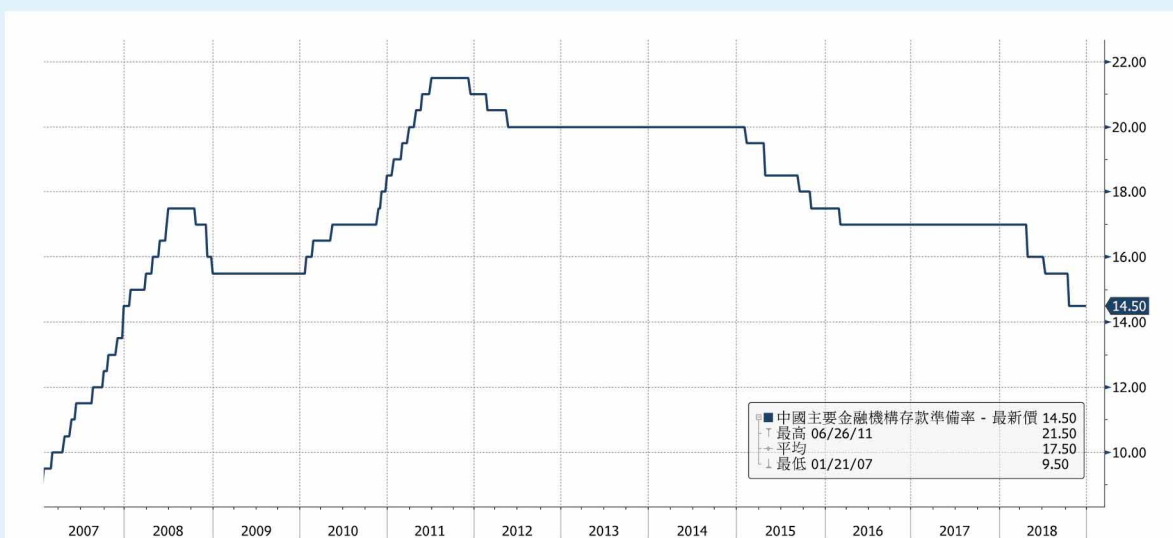
- 歐元區經濟可能在不久的將來仍繼續放緩。12月份的歐元區綜合採購經理人指數從11月的52.7降至51.1，這是4年多以來的最低水平。在歐元區最大的經濟體中，受「黃背心運動」所影響，法國的經濟生產在2年半以來首次出現下滑，而德國的增長則是5年半以來最弱。意大利產量持平，而愛爾蘭和西班牙的採購經理人指數也分別是9個月和3個月的最低水平。

- 由於能源價格疲軟，歐元區通脹率下降至8個月以來最低的水平。與去年同期相比，歐元區12月消費者物價指數上漲1.6%，低於前一個月的1.9%，也低於市場預期的1.8%。
- 經歷了4年及合共購買了2.6萬億歐元的債券，歐洲中央銀行「歐央行」確認會在2019年開始停止其債券購買計劃。但是由於歐洲通脹壓力仍低且近期經濟增長出現放緩，歐央行承諾將會在未來的一段日子繼續向到期的債券進行再投資，並重申創紀錄的低利率將至少維持至2019年夏季。
- 歐洲在2019年，將面對很多挑戰。當該地區經濟出現放緩、甚至有個別國家開始有經濟收縮現象之際，量化寬鬆政策卻走到了盡頭。除此之外，英國將於3月底脫離歐盟，但雙方仍未達成協議，「硬脫歐」的可能性正在增加。此外，不斷升溫的民粹主義和社會問題，如高青年失業率、難民影響等，將可能繼續在該地區蔓延。歐洲STOXX 600指數在2018年下跌了13%，這不但把過去2年的漲幅都全部抹掉，同時更創下自2008年金融危機以來最大的年度跌幅。目前歐洲股市的估值是自2013年以來最低，然而在宏觀經濟環境惡化和企業盈利增長疲弱的情況下，歐洲股市的前景仍難以樂觀。

亞洲

- 愈來愈多的證據顯示，中國的製造業正在放緩。中國官方及財新製造業採購經理人指數均在12月跌至收縮區域。中國國家統計局編制的官方採購經理人指數下降0.6至49.4，是自2016年7月以來的首次出現收縮。追蹤中小企業活動的財新採購經理人指數，則下降0.5至49.7，是自2017年5月以來首次跌破50大關。
- 另一方面，中國服務業卻在加速發展。中國官方非製造業採購經理人指數和財新服務業採購經理人指數均在12月擴大增長；他們分別上升至53.8和53.9。服務業對中國經濟愈來愈重要，根據國家統計局的數據，服務業現佔國內生產總值的50%，而工業和製造業佔40%，另外10%則來自農業。
- 為避免經濟下行，中國人民銀行於2018年多次下調銀行存款準備金率至14.5%。為促進銀行體系的流動性在2019春節前進一步提升，中國人民銀行宣布會在1月15日把存款準備金率下調0.5%，並在1月25日再進一步下調0.5%。此次下調將向銀行體系釋放1.5萬億人民幣的流動資金，主要用於向私營企業和小企業提供貸款。
- 與之前下調存款準備金率不同，中國人民銀行此次決定早在年初作出，向市場發出強烈信息，表明政府將解決經濟突顯的問題，讓企業注入信心，為2019年經濟穩定運行鋪路。

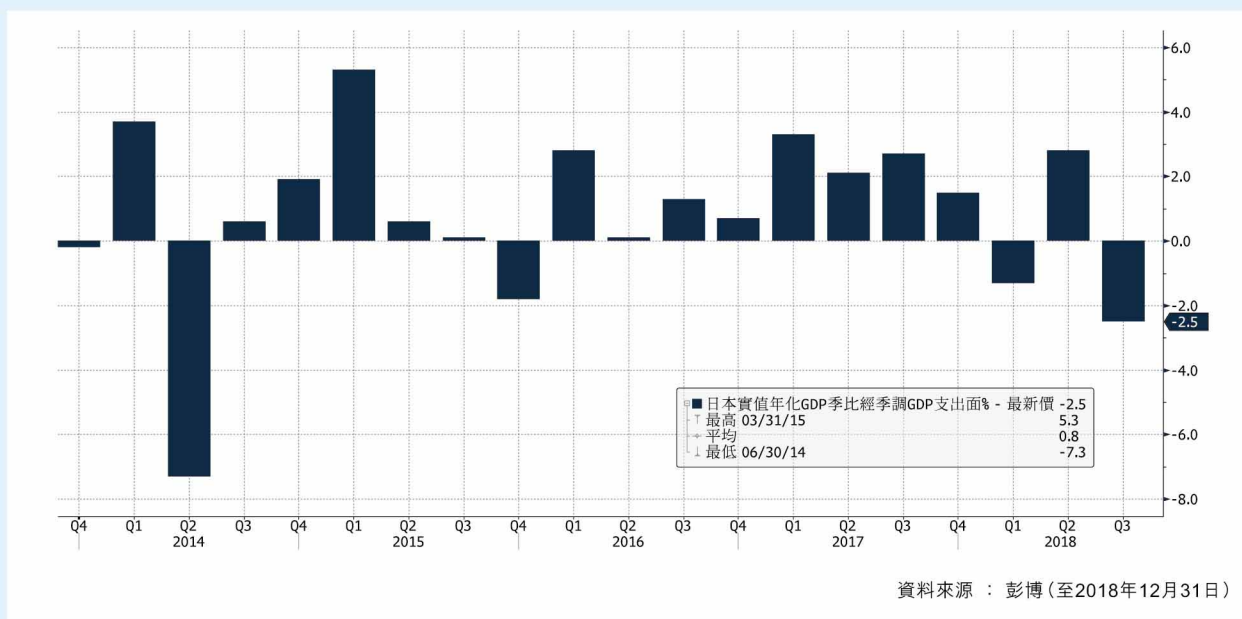
圖6: 中國的銀行存款準備金率下調至2008年金融危機以來最低水平



資料來源：彭博（至2018年12月31日）

- 在日本，第三季度國內生產總值年率下降2.5%，這是自2014年第二季以來經濟收縮幅度最大的一次。這次的下跌某程度是受到一連串自然災害所構成，7月份日本西部遭受嚴重水災、9月出現超強烈颱風及北海道發生6.6級地震，這都阻礙了日本的出口和旅遊業。此外，資本開支出現自2009年第3季度以來出現最大跌幅，也是經濟下滑的部份原因。隨著工廠在天災後提高生產，預期日本在第4季度，經濟將出現反彈。然而面對貿易摩擦、全球經濟放緩和銷售稅上調的計劃，2019年日本的經濟前景實不太明朗。

圖7：第3季日本經濟收縮幅度是2014年以來最大



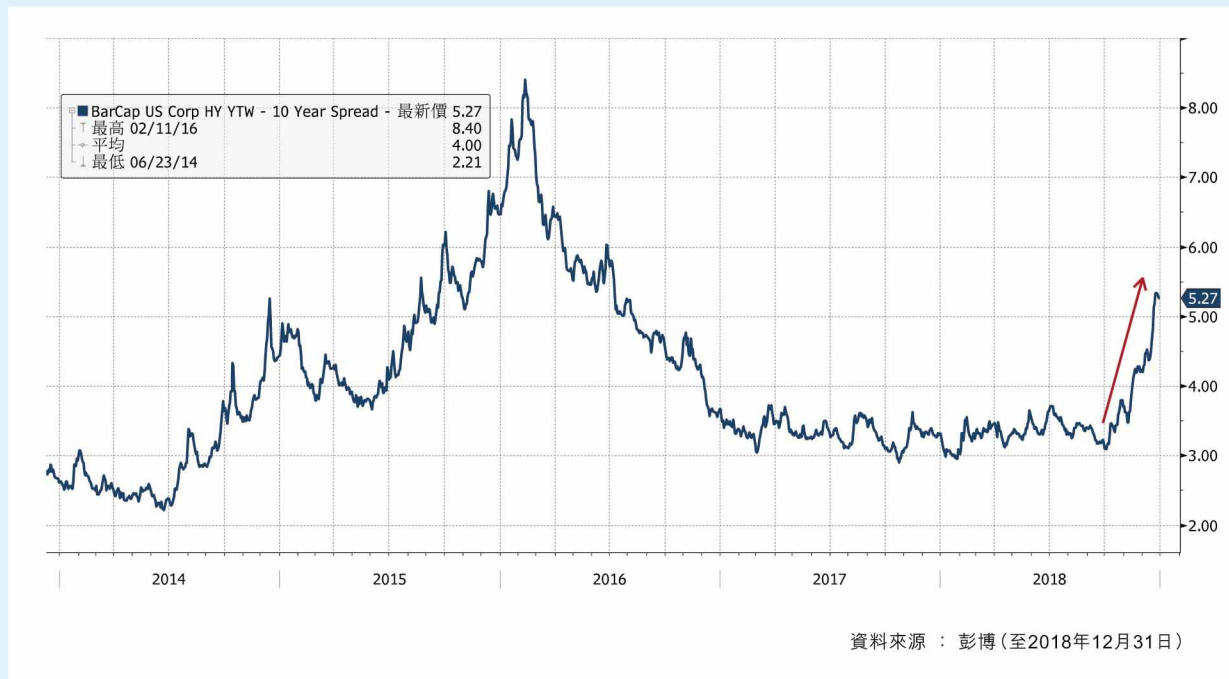
- 亞洲股市在2018年初攀至頂峰，但隨後拾級而下。跟年內高位比較，MSCI亞太指數在2018年底下跌超過20%。在亞洲股市中，中國A股表現最差，滬深300指數以美元計在2018年全年下挫超過27%。踏入2019年，政治將會是亞洲的一個關鍵議題，不同的重要選舉將會在今年陸續在印度、印尼、菲律賓和澳洲舉行。此外，中美之間的貿易談判結果仍然是市場主要風險。亞洲股市目前的估值相對較低且顯得吸引，但由於不明朗因素頗多，因此市場波幅將仍維持在高水平。

債券

- 收益率曲線倒掛是不正常現象，是指信用質素相同的債券，其較長期的收益率低於其短期的。這反映投資者對近期經濟前景感到悲觀，並預期利率會在短期內上升，但他們也同時認為長期利率將會維持低企。因此，投資者要求短期債券較高的收益率，而即使長期債券收益率較低且持有期較長，他們仍樂於購買。
- 近年來，美國國債收益率曲線趨於平坦，短期和長期債券之間的收益率差距愈來愈小。在12月3日，美國國債收益率曲線甚至開始出現倒掛現象，2年期國債收益率竟略高於5年期國債，這是自2008年經濟衰退以來的首次出現。
- 直至目前為止，美國國債收益率曲線仍只是處於「局部」倒掛的狀況。然而假如當2年期債券的收益率高於10年期債券時，倒掛現象則被公認為是較全面。在過去的40年，每次發生上述情況，美國經濟很快都會步入衰退。

- 由於經濟前景出現惡化加上油價暴跌，投資者在2018年從垃圾級別債券撤回的資金創下了歷史紀錄。美國高收益債券基金的總流出超過600億美元，是上一次在2014年出現石油價格大跌時的兩倍。受資金外流影響，2018年第四季度美國國債與高收益債券之間的收益率差距也明顯擴大。

圖8：美國10年期政府債券跟企業高息債息差在第4季飆升



- 美國國債收益率曲線趨於平坦及信貸利差擴大，意味著系統性風險正在上升。與此同時，根據12月美聯儲局會議摘要，由於通脹壓力偏低和近期投資市場波動，美聯儲局對未來加息步伐將會較為有耐力。基於上述原因，相信投資者可考慮採取較具防禦性的投資策略，在目前市況下，高信貸質素的固定收益可作優先選擇。

商品

- 美國利率上升、美元走強、以及對國際貿易摩擦和全球經濟增長放緩的憂慮升溫，均影響了2018年商品資產類別的整體表現。彭博商品指數在2018年下跌13%，而大部分的虧損都是來自第4季。
- 在2018年10月初，油價仍處於近年高位。然而隨後即經歷了痛苦的調整。儘管美國恢復對伊朗的石油制裁、以及石油輸出國組織與俄羅斯共同減產，但美國原油產量在10月創下新的歷史新高，加上市場對全球經濟放緩擔憂的升溫均為油價走勢蒙上陰影。截至12月底，油價從10月份的高峰下跌了約40%，這是過去幾十年來最嚴重的石油市場拋售之一。

圖9：油價在2018年第四季從高位大幅下滑



- 全球股市在第4季度出現暴跌，黃金再次被投資者視為一對沖工具和避風港。在此期間，金價上漲了近7%，並收復了2018年大部分失地。
- 正如之前所述，2019年投資市場存在很多不確定因素。由於黃金與股票市場往往存在偏低的關係性，因此投資者可考慮在2019年分配若干投資比重於該貴金屬，以分散投資風險。至於能源方面，在經歷了上一季度的大幅拋售，短期內油價理應出現反彈，然而其長期前景將取決於全球經濟增長勢頭。

免責聲明

在此提供的資料只供參考之用，本公司並不對該等資料作任何保證，讀者亦不應將該等資料視為出售要約、訂購招攬或投資建議。投資涉及風險，過往的表現並不表示將來亦會有類似的業績。在作出任何投資決定前，讀者亦應尋求專業理財顧問意見。